

## 時論

### 民意と市場の痼癢

世界に妖怪が徘徊している。「民意と市場の痼癢(かんしゃく)」という妖怪が。

国民の民意を汲んだ諸政策を立案・実施していくことは、民主主義制度の下では当然のことである。しかし、民意を汲むというのは、それが単に「声大きい」ではなく、真に多数の人々の考え方を反映しているか、民意形成に誤解や情報不足はないかを確認し、場合によっては民意を説得するといった粘り強い作業を伴うはずだ。ところが昨今は、そうした作業を忌避し、とにかくにも国民から突き上げられないこと、いささかも疑問・質問・指摘の声が上がらないこと、換言すれば「民意の痼癢(かんしゃく)」を避ける政策に走る傾向が強まっている。

このことが直感的に分かりやすいのは税財政・社会保障改革の分野であろう。社会保障費の増大が財政赤字拡大の主因の一つであることは明らかであるにもかかわらず、1兆円超に上る社会保障費の年間自然増加額を毎年2200億円圧縮するという2006年の「骨太の方針」が、絶対水準の削減が行われるかのごとき受け止められ方と相俟って、各層からの批判＝民意の痼癢を受けていつの間にか凍結され、その後も陽の目を見ていない。

金融の世界でも、近年の国際的な監督・規制においては「民意の痼癢」を引き起こすまいというスタンスが幅を利かせているように見える。

リーマン・ショック前のバーゼルⅡにおいては、内部格付手法を自己資本比率算定のインフラとして導入することにより、金融機関のリスク感応度を高め、貸出先の業況や債務返済能力の変動に応じた経営指導、事業拡大支援、不良債権処理等に迅速に当たらせ、成熟・縮小分野から成長分野へ生産要素をスムーズにシフトさせることを企図していた。そこには、金融機関に構造改革や経済成長の主導役を担わせようとの設計思想が見て取れた。

ところがリーマン・ショックが勃発し、欧米各国政府が大手金融機関等に巨額の公的資金を投入するや、近年の格差拡大に不安と不満をくすぶらせていた各国市民は、こうした事態を招いた金融機関の行動、政府の金融機関救済策に対して怒りを爆発させ、ニューヨークでは「ウォール街を占拠せよ」をスローガンに掲げた大規模なデモが発生、欧州でも政府や大手銀行への批判が強まった。

これに懲りた各国政府は、二度と「民意の痼癢」に見舞われたくないとの思いを強め、経済金融環境がどんなに悪化しても公的資金を使わないことが至上命題となり、金融機関の投融资に制約を与えること、金融機関自身に十分な備えをさせることに躍起になった。

金融機関に対する国際的な監督・規制は乱立・錯綜・複雑化し、バーゼルⅢでは既存自己資本比率規制の強化に加えて、レバレッジ比率・流動性カバレッジ比率・安全調達比率に係る規制が課せられ、各種業務規制を盛り込んだ米国ドット・フランク法は条文が30000ページを超え、実用的とは言い難い代物となった。G-SIFIs(Global Systemically Important Financial Institutions:グローバルなシステム上、重要な金融機関)の指定は、金融システムの安定性に資する面はあろうが、運用次第では、金融機関・預金者双方にモラルハザードが発生するリスクを伴う。

こうした動きの中、経済活動における金融の機能、金融機関の役割をどう考え、どう位置付けるかという建設的な議論は大きく後退してしまった感がある。

金融政策においては、先進主要国ではゼロ金利制約の下、「フォワードガイダンス」「市場との対話」と称して「市場の期待に働きかける言葉の効果」頼りとなっている。これを人々にお告げを述べる呪術師（シャーマン）になぞらえ、「中央銀行のマネタリー・シャーマン化」と表現する向きもある。

期待の維持に成功すれば、それが自己実現することはあり得るし、2012年のドラギマジックは、財政ファイナンスを正当化する論理のすり替えと見えなくもないが、まさにシャーマンのごとくであった。しかし別の見方をすれば、呪術師がまじないを唱えても願望が叶わないと知るや、株価・債券・通貨・その他の金融商品価格が大幅に下落する「市場の痼癩」をひたすら恐れ、市場の機嫌を取るための“良いとこ取り”の説明を連ね、自信満々の態度を演じ続けるという「中央銀行の市場の下僕化」が進行していると言えるのではないか。

「民意と市場の痼癩」には相応の理由・背景があり、そのすべてが理性を欠き、時の感情に走ったものとは言えないが、「痼癩」をひたすら恐れ、避けることを最優先する政策が積み重なるとすれば、その含意は重大なものがある。それは、経済合理性に沿った政策選択が阻害され、やがて市場の痼癩を慰撫し切れなくなり、長期的には健全な経済成長が損なわれかねない、ということである。

財政が破たんすれば国民生活は壊滅的な打撃を受け、金融機関が複雑化し過ぎた規制対応に多大なエネルギーを割くばかりでは、経済成長を支えるマネーの供給、革新的な金融サービスの開発は覚束ない。増税や規制強化が「痼癩」の声が上がらない、あるいは声は上がっても大きくならないところに集中すれば、公平な分配や負担を歪めることになる。株価下落を恐れて政策金利引き上げが遅れ、異例時の金融政策収束（出口戦略）に手間取ると、資産バブルの温床を作りかねない。

今後の経済金融環境を見通す上で、諸政策が市場や人々に与える期待を見るだけでなく、「民意と市場の痼癩」という妖怪の存在も、今後、十分視野に入れておく必要がある。

(調査部長 金木 利公 Kaneki\_Toshikimi@smtb.jp)